

アジア向けヘッジファンド： その動向とストラクチャーおよび今後 の見通し

本書はあくまでご参考のために英語で公表されたものを日本語に翻訳したものです。本書の正式言語は英語であり、その内容・解釈について差異が生じた場合には、英語版が優先します。

域内・域外双方の投資家が引き続きアジアに関心を寄せる中、ファンド・マネージャー、投資家、さらにはサービス・プロバイダーにとって、アジア向けファンドの一般的な傾向や特徴、とりわけアジア向け以外のファンドとの違いを理解することは、今や必要不可欠であると言えます。本稿では、Maples Group が 2024 年に設定を支援したオープンエンド型ファンドの中でも、アジアの運用会社や投資家に関係したファンド（以下、併せて「アジア向けファンド」と言います。）について、当グループの見解を述べたいと思います。ケイマン諸島籍オープンエンド型ファンドの 33%に助言を提供している Maples Group¹は、業界全体のファンド動向に関して独自の洞察を提供し得る、最適な立場にあると考えます。

投資戦略と投資目標

アジア向けヘッジファンドの主役は引き続き株式ロング・ショート戦略であり、ファンド・オブ・ファンズ戦略も人気を維持しています。また、2024 年はマルチ戦略ファンドの設定も顕著に増加しており、その傾向は 2025 年以降も続くと考えられます。こうした多様化の動きは、アジアにおいて、投資家のリスク選好姿勢が変化し、ファンド・マネージャーの運用も高度化していることを反映したものと言えるでしょう。

投資ビークルとストラクチャーにおける好み

これまで何年もそうであったように、2024 年のアジア向けヘッジファンドの設定を見ても、免税会社ストラクチャーの利用が圧倒的に多く、その割合は同年に設定されたオープンエンド型ファンドの約 66%に上りました。また、2024 年に関して言えば、免税リミテッド・パートナーシップ（8%）や分別ポートフォリオ会社（3.5%）の利用は少なかった一方、ユニット・トラストの利用が目立ち、新規設定の 21%を占めました。日本の投資家は通常、ユニット・トラストを投資に利用しており、日本の市場環境が好調であったことも考えると、2024 年のアジア向けの新規設定にお

¹ <https://maples.com/knowledge/cayman-islands-trends-insights-open-ended-funds-report-2025>

いて、ユニット・トラストが相対的に大きな割合を占めたことは驚きではありません。

ファンドのストラクチャーについては、（オンショアとオフショアの2つのフィーダーファンドを有する）ダブルレグ型のマスター・フィーダー形態が最も多く見られ、新規設定の36%を占める中、（フィーダーファンドが1つしかない）シングルレグ型のマスター・フィーダー形態やスタンドアローン型の投資ファンドが僅差でそれに続きました。アジア向けファンドにおいては、シングルレグ型のマスター・フィーダー形態がアジア向け以外のファンドよりも多く利用されていますが、それは米国投資家のアジアへの投資意欲が当初は不透明であるためと言えます。マネージャーはまず、オフショア・フィーダーのみのファンドを新規に設定し、米国外の投資家資金でトラックレコードを作った後、米国投資家の関心がより明らかになった段階でオンショア・フィーダーを追加する方法を選ぶこともできます。数字が示している通り、近年は米国投資家の間でもアジアへの関心が高まっており、こうした傾向は2025年も続いていると見られます。

フィー体系

新規に設定されたアジア向けファンドの圧倒的多数が、運用報酬と成功報酬の双方を採用しています。運用報酬は通常、1%または1.5%であり、過去のように運用報酬を2%とするファンドも（多くはなくとも）見られた一方、運用報酬が2%を上回るファンドは1本のみでした。成功報酬については、20%とするファンドが引き続き最も多かったものの、10%や15%とするファンドも珍しくはありませんでした。興味深い点は、成功報酬を「20%超」とするケースもいくつか見られたことであり、そうしたフィー体系はおそらく、運用報酬の低さを補うためのものであると考えられます。また、成功報酬型ファンドの80%以上がハイ・ウォーター・マークを導入しており、リターンが過去の最高値を上回らない限り、マネージャーへの成功報酬は発生しない仕組みとなっています。

成功報酬の支払いは通常、契約上の合意に基づいて行われますが、一部のファンドでは引

き続き成功報酬シェアに対する配当という形がとられています。どちらの支払い方法を選ぶかは多くの場合、マネージャーやファンドごとの個別の税務状況によります。

出資のメカニズムと費用負担

世界的な傾向と同じく、アジア向けファンドにおいても設定時に投資資金が全額出資されるケースが大半となっていますが、現在はコミットメント方式のオープンエンド型ファンドの設定も増えています。こうした変化は、資本配分の柔軟性を高める役割を果たしており、これまでは必ずしも存在しなかった選択肢を含め、オープンエンド型ファンドの投資形態が多様化していることを示しています。

一方、アジア向けファンドにおいては、パススルー費用の導入は一般的ではありません。2024年に設定されたアジア向けファンドのうち、パススルー費用を導入したものは1本のみにあり、アジアの投資家にとっては、シンプルさとコストの予見可能性が重要であることがよく分かります。

サイドポケットと低流動資産

2024年に設定されたアジア向けファンドも近年同様、その大部分（68%）がサイドポケットを利用し、低流動資産や評価の難しい資産を分離しています。また、そうしたファンドの半数以上はサイドポケットの利用をファンドの規定で定めており、ボラティリティが高く不透明な市場環境下、流動性の確保がますます重視されていると言えます。一方、興味深いことに、サイドポケットの上限を明確に定めたファンドは少なく、流動性リスクの管理については、投資家がマネージャーに一定の柔軟性を与えていることがうかがえます。

解約条件

アジア向けファンドの解約条件は標準的なものが多く、最も一般的なのは四半期解約であり、その次が月次解約となっています。一方、それよりも期間の長い、年次や半年ごとといった解約条件は一般的ではありません。また、事前通知の期限については、1カ月前（30日前）とするのが標準的であるものの、

最大3カ月前とするファンドもいくつか見られます。

ロックアップ期間の設定も一般的な特徴のひとつであり、およそ40%のファンドが1年間のロックアップ期間を設けています。ハードロックアップとソフトロックアップについては、どちらも利用されているものの、最も多かったのはソフトロックアップでした。また、ほぼすべてのファンドが解約にゲート（上限）を設けており、通常はファンドまたはマスターファンドの純資産総額（NAV）をその基準としています。ゲートの水準については、NAVの25%までとするものが最も多く見られた中、低いものでは5%、高いものでは50%とするものもありました。

ガバナンスと議決権

大半のアジア向けファンドは、取締役会またはジェネラルパートナーのレベルにおいて社外取締役を任命しており、強固なガバナンス基準の維持に向けたコミットメントを示しています。こうした動きは、グローバル市場の動向を反映したものであり、ケイマン諸島でも2023年末に正式な要件が定められるなど、企業のガバナンスや内部統制への世界基準の導入が進む今日においては、当然の動きであると言えるでしょう。

独立したマネーロンダリング対策

（「AML」）責任者の設置もまた常識となっていますが、これにも驚きはないでしょう。その理由は、AML責任者のポジションには個人に義務が課される側面もあり、規制当局は責任者の3つの役割のそれぞれに関して、高い知識と経験を責任者に求めているためです。

また、アジア向け市場では過去何年も標準となっているように、議決権は通常、以下の形をとっています。つまり、運用会社またはその関連会社が保有する非参加型の経営者株式または創業者株式には、独占的な議決権が与えられている一方、投資家が保有する参加型株式には、その権利に影響を及ぼす一定の変更に関する議決権しか与えられていないということです。

主な違い：アジア向けファンドとアジア向け以外のファンド

1. 設立地とストラクチャーの多様性

免税会社ストラクチャーが主流であるのはアジア向けファンドもアジア向け以外のファンドも同じですが、アジア以外の地域ではスタンドアローン型の会社形態がより高い比率を占めています。一方、アジア向けファンドにおいては、シングルレグ型のマスター・フィーダー形態がより高い比率を占めています。前述の通り、アジア市場への米国投資家の投資意欲が当初は不透明であることを考えれば、それは当然の結果と言えるでしょう。

2. 解約と流動性の選択肢

2024年に設定されたアジア向け以外のファンドについては、解約の選択肢がより幅広く、年次や個別の解約条件などもより多く見られました。反対に、アジア向けファンドについては、月次や四半期ごとといった標準的な解約条件がより一般的であり、予見可能性やオペレーションのシンプルさに関する投資家の好みは反映されたものとなっています。

3. フィーと費用の開示

アジア向け以外のファンドについては、成功報酬率の水準がより多岐にわたる一方、ハイ・ウォーター・マークを導入または開示しているケースは少ない傾向にあります。また、アジア向け以外のファンドにおいては、費用に上限を設けることがより一般的であり、その水準はファンドによって異なるケースが多いと言えます。これに対して、アジア向けファンドにおいては、パススルー費用の導入を避け、より統一的なフィー体系を維持する傾向が見られます。

今後の見通し

今後に目を向けると、アジア向けヘッジファンドについては、2024年と同様の傾向をたどって進化を続けることが見込まれる一方、以下のいくつかの点においては、顕著な進化の加速も見られると考えます。

- (a) 北米投資家からの安定した資金流入が期待できることから、今はシングルレグ

型となっているマスター・フィーダー形態の多くが、完全なダブルレグ型に変化していく可能性があります。また、コミットメントとキャピタルコールを組み合わせた出資の仕組みを利用するケースが増える可能性があり、マネージャーは流動性の高いクレジットとプライベート・クレジットの双方に対して、機動的に投資できるようになるでしょう。

- (b) マルチ戦略ファンドの設定は既に顕著に増加していますが、今後もさらに増えると思われます。計量戦略、プライベート・クレジット戦略、イベント・ドリブン戦略といった新たなスリートをファンドの中心である伝統的な株式ロング・ショート戦略に加えることで、マネージャーはボラティリティの抑制を図るとともに、地域特有の市場の歪みを捉えようとするでしょう。
- (c) フィー水準への圧力は引き続き大きく、マネージャーはますます洗練されていく投資家との利益の一致を図るため、運用報酬を1.00~1.25%のレンジに向けて引き下げていくと見られます。一方、それを補う形で、20%を上回る成功報酬（段階的なハードルレートと共通のハイ・ウォーター・マークを設定する場合が多い）の導入が拡大すると予想されます。また、流動性条件については、今後も月次解約や四半期解約が中心となる可能性が高いでしょう。しかし、ソフトロックアップの期間が徐々に長期化するほか、新規株式公開（IPO）前の資産や評価が難しいその他の資産へのエクスポージャーの拡大に対応するため、サイドポケットの利用をファンドの規定に定めるケースが増えると見えています。
- (d) 規制当局による監視が地域全体で強まる中、社外取締役やAML責任者の任命がほぼ当たり前のこととなり、パススルー費用の導入を見送る動きも続く可能性があります。

これらの影響を総合すると、市場は今後より大きく成長していくとともに、機関投資家をさらに意識した、より柔軟なストラクチャーに進化していくと考えられます。また、アジ

ア向けファンドの長年の特徴であったオペレーションのシンプルさや投資家にとっての使いやすさも、引き続き維持されるでしょう。

結論

アジア向けヘッジファンド市場は、地域の投資家の好みや規制の変化、さらにはグローバルなサービス・プロバイダーの影響を反映し、進化を続けています。アジア向け以外のファンドとの比較では、類似点（特に法的ストラクチャーやガバナンス体制など）も多い一方、解約条件やフィー体系などの観点からは、引き続き違いが見られます。市場が成熟する中、投資のチャンスを捉え、アジア太平洋地域の複雑な投資環境を乗り切るためには、市場の動向に合わせた対応が引き続きファンド・マネージャーにも投資家にも求められます。こうした複雑な対応について Maples Group では、様々なファンド・サービスの提供を通じて、お客様や新規参入企業を支援しています。Maples Group はその豊富な経験を活かし、カスタマイズされた付加価値の高い助言をお客様に提供することで、最善のサービスを最高水準でお届けできるよう努めています。

さらなるサポート

本稿に関するご質問については、以下の執筆者または通常ご連絡をいただいている Maples Group 担当者までお問い合わせください。

香港

Josie Ainley
+852 9738 6119
josie.ainley@maples.com

2025 年 9 月
© MAPLES GROUP

本書は、Maples Group のお客様や専門家の方々に一般的な情報のみを提供することを目的としています。本書の内容は、網羅的なものではなく、また法的な助言を行うものでもありません。